

事件：2023 年 3 月 21 日晚间，公司发布 2022 年报。2022 年，公司实现营业收入 484.63 亿元，同比增长 16.08%；归母净利润 45.69 亿元，同比增长 37.07%；扣非归母净利润 43.36 亿元，同比增加 30.69%。2022Q4，公司实现营收 109.14 亿元，同比增加 14.33%、环比减少 14.49%；归母净利润 8.05 亿元，同比增加 823.35%、环比减少 26.66%；扣非归母净利 6.25 亿元，同比增加 540.32%、环比减少 41.84%。业绩略超我们之前预期。

2022 年业绩：减值大幅下降，业绩继续释放。分产品看，原铝 259.7 万吨，同比增长 12.9%，主要受云南限电影响，电解铝产量增长较少；氧化铝产量 140.1 万吨，同比增加 2.5%；炭素制品产量 82.4 万吨，同比增长 5.4%；铝合金及加工产量 139.6 万吨，同比增长 12.4%。**2023 年生产经营目标：氧化铝产量 140 万吨，电解铝产量 255 万吨，铝加工产量 137 万吨 碳素产量 82 万吨。**利：2021 年 9 月云南取消优惠电价，2022 年预焙阳极、氧化铝价格上涨，公司成本上升明显。**吨盈利方面**，2022 年公司电解铝吨毛利 2844 元，同比减少 1306 元，主要因为电价、预焙阳极、氧化铝价格上涨；铝加工产品吨毛利 2434 元，同比减少 447 元，主要因为铝锭盈利下降。2022 年公司减值损益 2.6 亿元，同比大降 88%，主要因为 2021 年计提较为充分，减值大降推动公司业绩释放。

2022Q4 业绩：电价上升拖累利润。环比看，减利点有毛利 (-6.3 亿元)，主要因为电价上涨，减值损失 (-1.1 亿元)，主要因为公司对不符合能效标准设备计提减值；主要增利点有所得税 (+3.6 亿元)，主要因为 22Q4 公司有税收返还。**同比看**，主要减利点有费用及税金 (-7.3 亿元)，因为 2021 年会计准则调整，Q4 追溯，销售和管理费用下降，主要增利点有毛利 (+5.1 亿元)，因为 21Q4 电解铝复产，成本上升；减值损失 (+7.3 亿元)，因为公司 21Q4 计提减值较多。

未来看点：1) 成本相对稳定，业绩弹性大。公司电价季节性波动大，但全年较为稳定，成本处于全国低位，公司电解铝产能大，按照 2023 年产量指引，公司权益产量 209 万吨，相对较低的成本以及高产能，公司业绩弹性大。**2) 资产负债表优化，业绩充分释放。**随着盈利改善以及资本扩张结束，公司资产负债表、利润表、现金流量表优化明显，2021 年公司计提减值充分，2022 年业绩释放，则证明了公司未来可以轻装上阵，公司未来业绩有保障。**3) “双碳”目标下，绿色铝价值凸显。**欧洲确立征收进口商品碳关税，按照欧洲碳关税政策，绿色铝未来可免除 6768 元/吨碳关税，并且国内“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，而按照当前碳价，绿色铝可节约成本 656 元/吨，价值前景广阔。公司电解铝均位于云南，2021 年云南绿色能源占比 87%，绿色铝有望提升估值。

投资建议：电解铝行业β显现，公司成本稳定，电解铝权益产能大，业绩弹性高，而绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 53.11 亿元、67.99 亿元和 92.10 亿元，EPS 分别为 1.53 元、1.96 元和 2.66 元，对应 3 月 24 日收盘价的 PE 分别为 9、7 和 5 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：电解铝需求不及预期，云南限产超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	48463	47129	50243	54484
增长率 (%)	16.1	-2.8	6.6	8.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	4569	5311	6799	9210
增长率 (%)	37.1	16.3	28.0	35.5
每股收益 (元)	1.32	1.53	1.96	2.66
PE	10	9	7	5
PB	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

13.71 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 吴纪磊

执业证书：S0100122010038

邮箱：wujilei@mszq.com

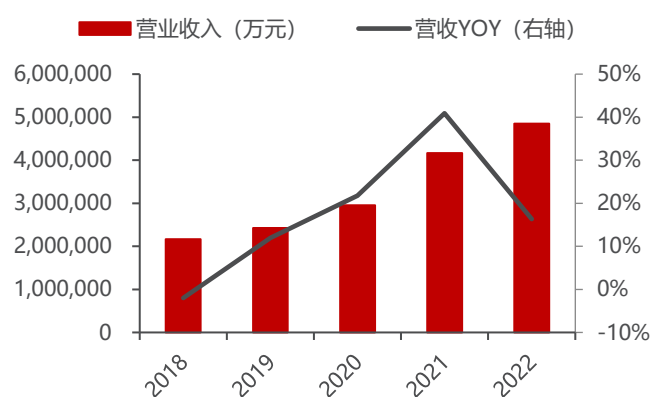
目录

1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 2022 年度业绩：减值大幅下降，业绩继续释放	3
3 2022Q4 业绩：电价上升拖累业绩	6
4 供应约束趋紧，稳增长带来需求向好	8
4.1 欧洲复产困难，国内供应逐步见顶	8
4.2 国内需求枯木逢春，电解铝基本面向好	9
5 业绩弹性大，绿电铝凸显长期价值	11
5.1 成本相对稳定，业绩弹性大	11
5.2 资产负债表优化，业绩充分释放	12
5.3 “双碳”趋势下，绿色铝价值凸显	14
6 盈利预测与投资建议	15
7 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 事件：公司发布 2022 年年报

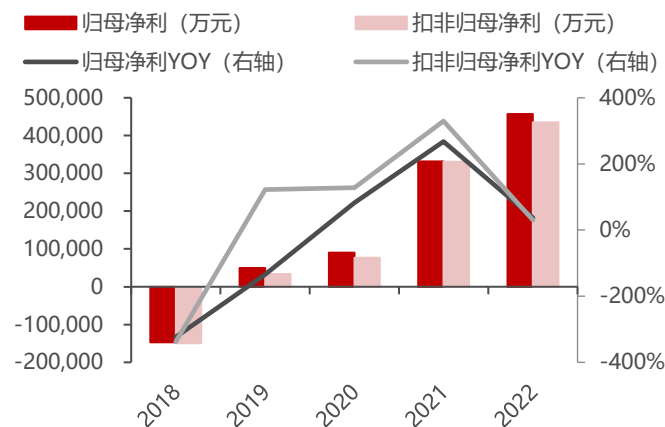
公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营业收入 484.63 亿元，同比增长 16.08%；归母净利润 45.69 亿元，同比增长 37.07%；扣非归母净利润 43.36 亿元，同比增加 30.69%。2022Q4，公司实现营收 109.14 亿元，同比增加 14.33%，环比减少 14.49%；归母净利润 8.05 亿元，同比增加 823.35%、环比减少 26.66%；扣非归母净利润 6.25 亿元，同比增加 540.32%、环比减少 41.84%。业绩略超我们之前预期。

图1：2022 年，公司营收同比增加 16.08%



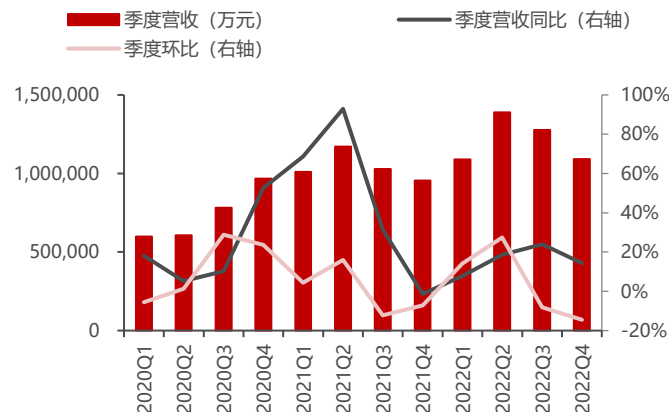
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司归母净利润同比增加 37.07%



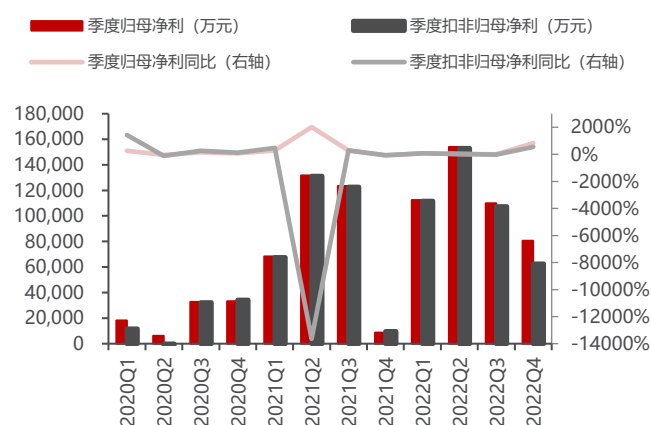
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司营收环比减少 14.49%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司归母净利润环比减少 26.66%



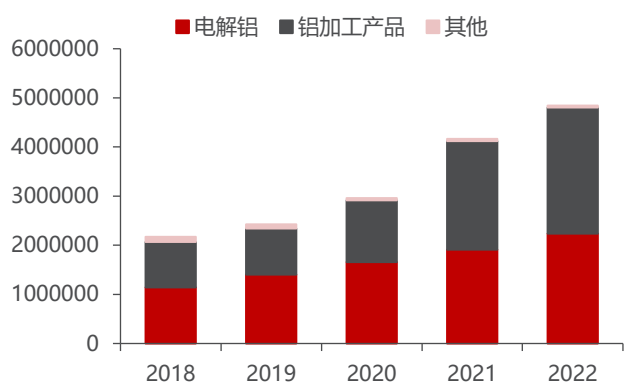
资料来源：wind，民生证券研究院

2 2022 年度业绩：减值大幅下降，业绩继续释放

分产品看，电解铝毛利贡献占比 53.0%。2022 年，公司电解铝营收 223.37 亿元，同比增加 16.47%，占总营收 46.09%；铝加工产品营收 257.12 亿元，同

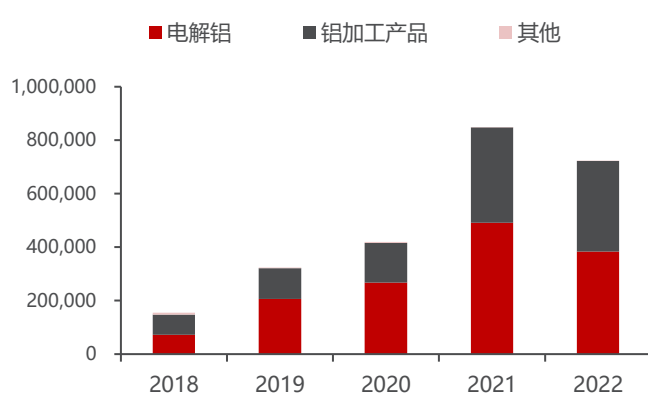
比增加 16.29%，占总营收比 53.06%；其他产品营收 4.14 亿元，同比减少 10.46%，占营收比重 0.85%；**毛利方面**，公司电解铝贡献毛利 38.37 亿元，同比减少 21.82%，占总毛利比 52.99%；铝加工产品贡献毛利 33.83 亿元，同比减少 5.46%；其他产品贡献毛利 0.21 亿元，同比增加 966.89%，毛利占比 0.29%。由于公司一体化生产，上游电解铝利润计入铝加工板块，实际电解铝毛利贡献占比远高于 53%。

图5：2022 年，公司铝加工产品营收占比 53.1% (单位：万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022 年，公司电解铝毛利占比 53.0% (单位：万元)

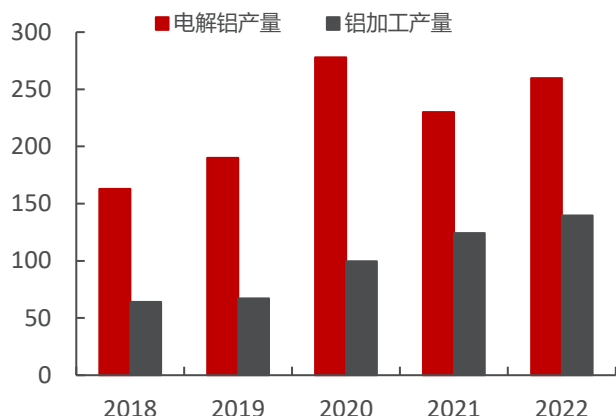


资料来源：wind，民生证券研究院

量：受云南枯水期限产影响，产量小幅增加。分产品看，原铝 259.67 万吨，同比增长 12.89%，虽然云铝海鑫二期投产，但受云南限电限产影响，公司电解铝产量增长较少；氧化铝产量 140.13 万吨，同比增长 2.51%；炭素制品产量 82.4 万吨，同比增长 5.42%；铝合金及加工产量 139.55 万吨，同比增长 12.37%。公司铝产品销量为 265.57 万吨，同比增加 8.96%。**2023 年，公司生产经营目标：**氧化铝产量 140 万吨，电解铝产量 255 万吨，铝合金及加工产品产量 137 万吨 碳素制品产量 82 万吨。

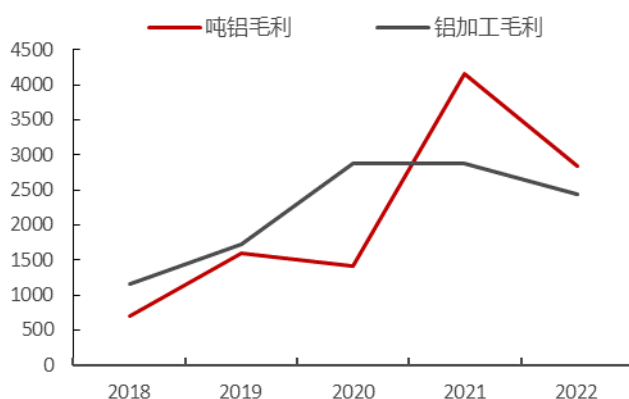
利：成本上升导致盈利能力下降。2022 年，虽然铝价上涨，但 2021 年 9 月云南取消优惠电价，加上预焙阳极、氧化铝价格上涨，公司成本上升明显，盈利能力下降。**吨盈利方面**，2022 年公司电解铝吨毛利 2844 元，同比减少 1306 元，主要因为电价、预焙阳极、氧化铝价格上涨；铝加工产品吨毛利 2434 元，同比减少 447 元，主要因为铝锭盈利下降。

图7: 2022年, 公司主要产品产量(单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

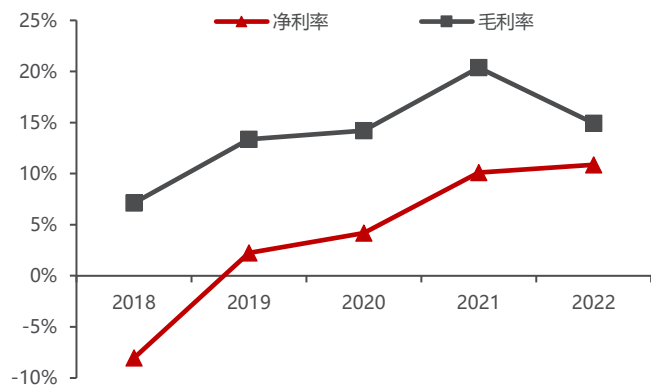
图8: 2022年, 公司电解铝吨毛利减少1306元



资料来源: wind, 民生证券研究院

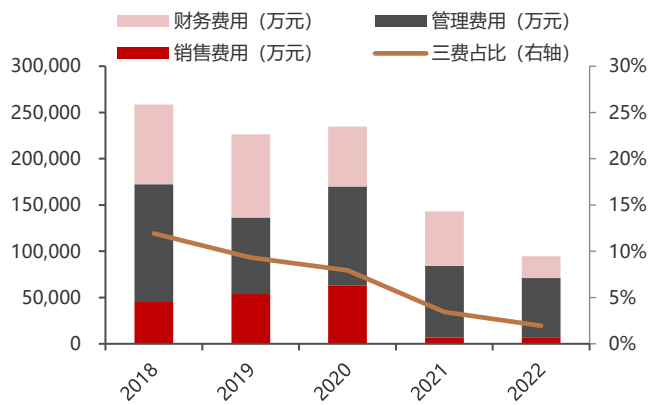
三费费率下降 1.48pct, 净利率上升 0.76pct。公司 2022 年三费费用 9.44 亿元, 同比下降 33.95%, 三费费率 1.95%, 同比减少 1.48pct, 其中销售费用 7116 万元, 同比增加 4.17%; 管理费用为 6.40 亿元, 同比减少 16.87%; 财务费用 2.33 亿元, 同比下降 60.37%, 主要因为利息支出减少。公司毛利率、净利率为 14.94%和 10.87%, 同比分别减少 5.43 pct 和增加 0.76pct。

图9: 2022年, 公司净利率同比上升0.76pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

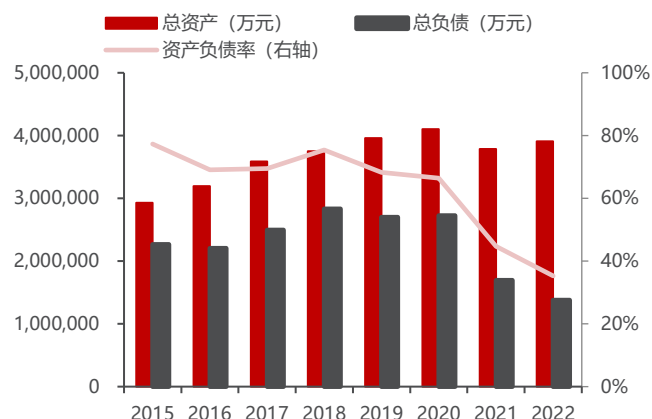
图10: 2022年, 公司三费费率同比下降1.48pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

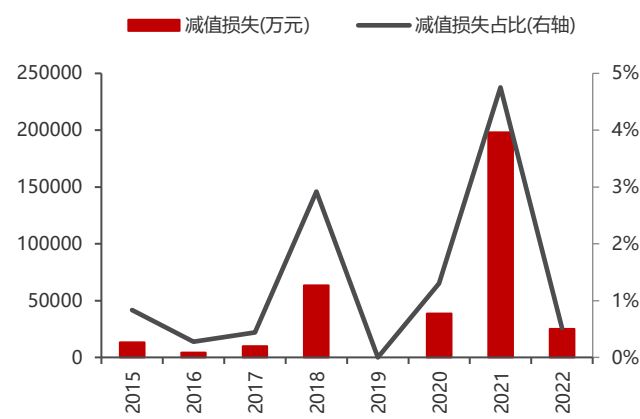
资产负债表继续优化, 减值大幅下降。随着盈利继续改善, 公司继续偿还债务, 负债进一步下降, 2022 年公司资产负债率低至 35.3%, 同比下降 9.4pct, 未来公司业绩继续向好, 而受限于产能天花板, 资本支出下降明显, 资产负债率将继续保持低位。由于 2021 年资产减值计提较为充分, 公司资产明显优化, 2022 年减值损失 2.51 亿元, 同比下降 87.3%, 减值大幅下降, 未来公司继续轻装简行。

图11: 2022年, 公司资产负债率同比下降9.4pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2022年, 公司资产减值同比大降17.3亿元

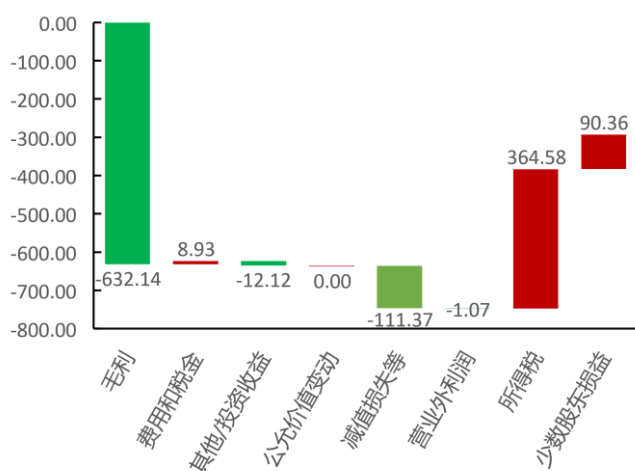


资料来源: wind, 民生证券研究院

3 2022Q4 业绩: 电价上升拖累业绩

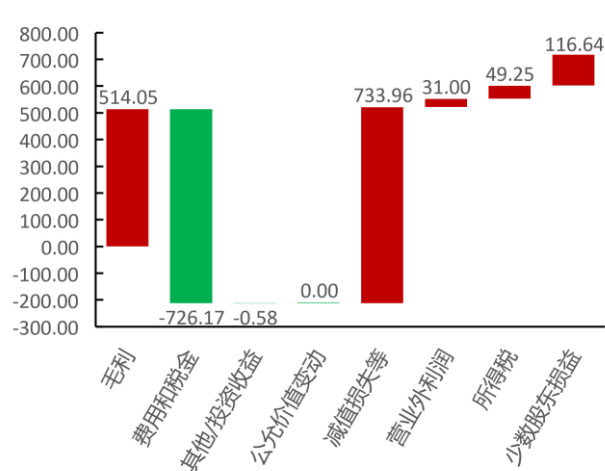
2022Q4, 公司归母净利润同比上升, 环比有所下滑。环比来看, 主要减利点毛利 (-6.32 亿元), 主要因为电价上涨, 减值损失 (-1.11 亿元), 主要因为公司对老旧、不符合能效管理的设备进行减值; 主要增利点有所得税 (+3.65 亿元), 主要因为 22Q4 公司存在税收返还。同比来看, 主要减利点有费用及税金 (-7.26 亿元), 因为 2021 年会计准则调整, 将运输费用计入生产成本, Q4 进行追溯, 导致销售费用大降, 主要增利点为毛利 (+5.14 亿元), 因为 21Q4 公司部分产能复产, 生产成本上升; 减值损失 (+7.34 亿元), 主要因为公司 21Q4 计提减值较多。

图13: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 2.93 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2022Q4, 公司归母净利润同比增加 7.18 亿元 (单位: 百万元)



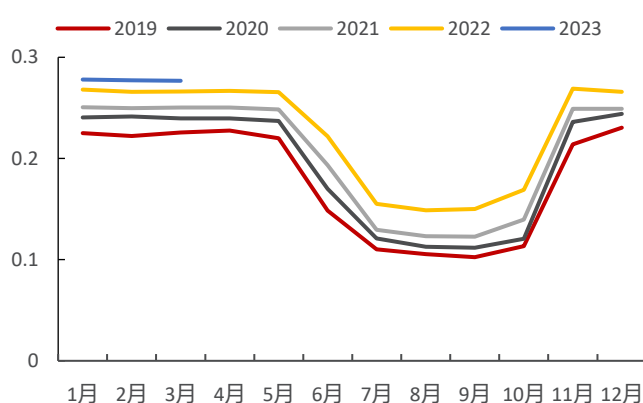
资料来源: wind, 民生证券研究院

铝价震荡运行, 电价上升推高成本。2022Q3 以来, 铝价整体保持区间震荡,

2022Q4 长江有色铝锭均价 18761 元/吨，环比上升 368 元/吨。由于 4 季度，云南地区进入枯水季，电力供应下降明显，公司被限电限产之外，用电成本也大幅上涨，2022Q4 云南电力交易基准价 0.235 元/度，环比上涨 0.08 元/吨，折算成吨铝成本上涨 996 元/吨，导致公司生产成本明显提升。

图15：2022Q4，铝价震荡运行（单位：元/吨）

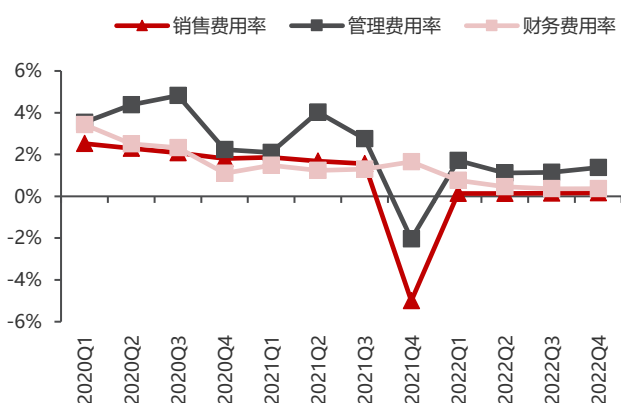

资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022Q4，云南电力成本上升（单位：元/千瓦时）


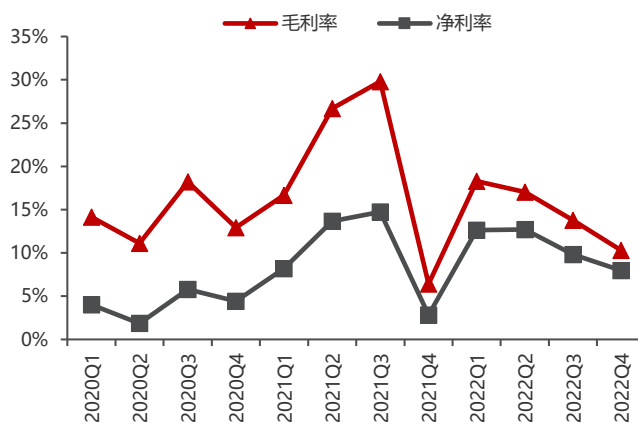
资料来源：昆明市电力交易中心，民生证券研究院

三费费率环比上升 0.27pct，净利率同比上升 5.16pct，环比下降 1.85pct。

从费用率来看，公司三费费率表现略有上升，2022Q4 公司管理费用率环比上升 0.23pct，销售费用率环比上升 0.02pct，财务费用率环比上升 0.01pct。2022Q4 公司毛利率、净利率为 10.31%和 7.98%，同比分别上升 3.91pct、5.16pct，主要因为 2021Q4 公司盈利较弱，同时减值较多，环比分别下降 3.46pct 和 1.85pct，主要因为成本上升。

图17：2022Q4，三费费率环比上升 0.27pct


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2022Q4，净利率环比下降 1.85pct


资料来源：wind，民生证券研究院

4 供应约束趋紧，稳增长带来需求向好

4.1 欧洲复产困难，国内供应逐步见顶

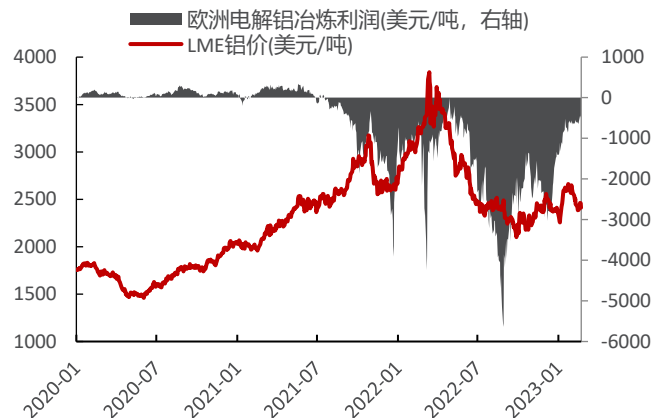
欧洲能源价格保持高位，低价能源时代恐一去不复返。由于能源套利，欧洲天然气进口增加，加上暖冬需求不高，欧洲天然气价格回落明显，但价格仍然高达 15 美元/百万英热单位，处于历史高位。我们根据现货价测算，截至 2022 年 2 月 22 日，欧洲电解铝冶炼亏损 476 美元/吨，按照测算，天然气价格需回落至约 8 美元/百万英热单位附近，欧洲电解铝冶炼才会有利润，但俄罗斯与欧洲关系交恶，欧洲天然气气源从管道气切向高成本的 LNG，欧洲天然气价格很难再回到之前的低价时代。

图19：英国天然气价格（单位：美元/百万英热单位）



资料来源：Wind，民生证券研究院

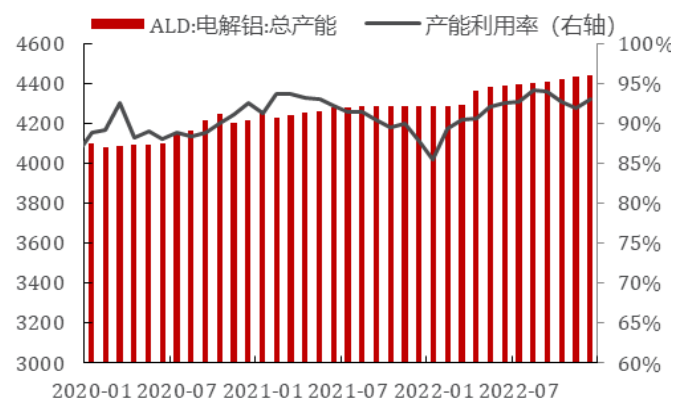
图20：欧洲电解铝冶炼利润（以天然气为原料测算，单位：美元/吨）



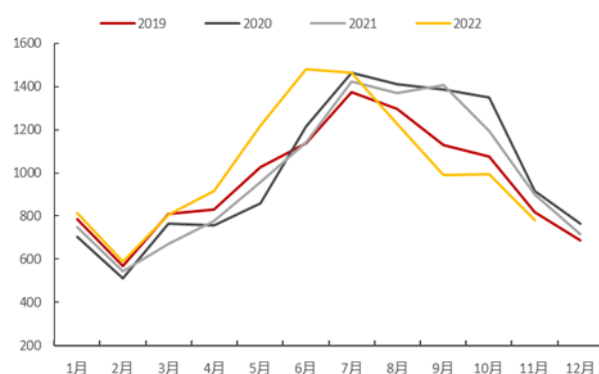
资料来源：Wind，民生证券研究院

总产能距天花板 100 万吨，运行产能受季节性影响较大。截至 2022 年 12 月底，电解铝总产能约 4450 万吨，距离天花板仅约 100 万吨产能，我们预计到 2023 年底，电解铝总产能将达到 4500 万吨，产能基本见顶，由于水电发电季节性明显，未来枯水期限产将会常态化，且西南地区电解铝产能进一步提升，电解铝供应干扰将扩大，产能利用率受限。

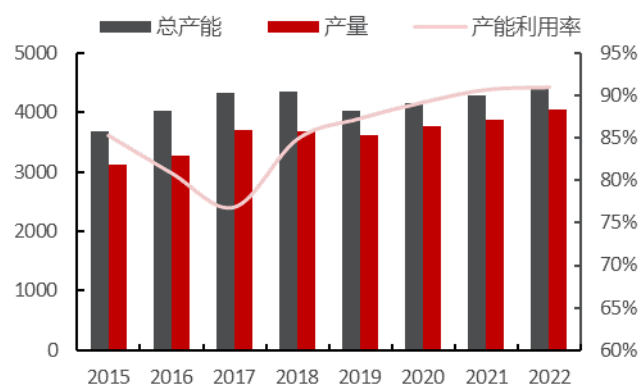
产能利用率处于高位，供应曲线越来越陡峭。随着复产和产能置换的进行，电解铝行业产能利用率逐年提高，2022 年产能利用率为 90.8%，同比提升 0.3pct，目前复产的产能主要以水电铝为主，其他复产产能较少，并且随着水电铝产能进一步增加，产能利用率或将受抑制，我们预计电解铝投产、复产完毕后，供应在 4250-4300 万吨水平。

图21: 国内电解铝月度产能及利用率 (单位: 万吨)


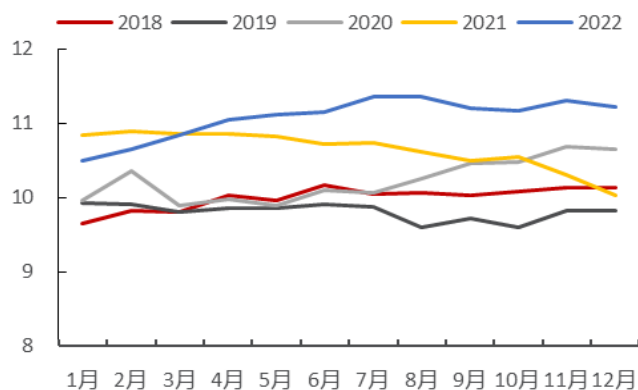
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图22: 国内水电月度发电量 (单位: 亿 KWh)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 国内电解铝产能及利用率 (单位: 万吨)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图24: 国内电解铝日均产量 (单位: 万吨)


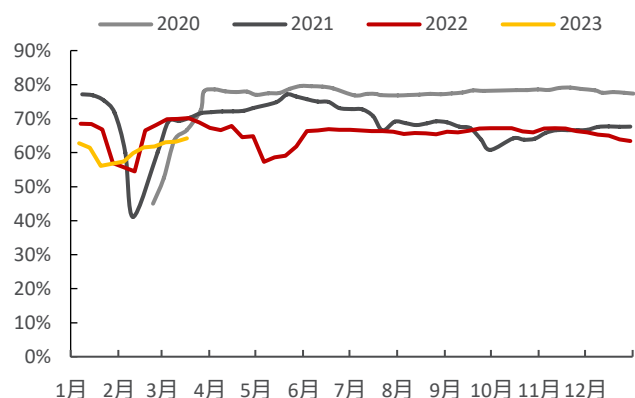
资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.2 国内需求枯木逢春, 电解铝基本面向好

国内需求弱复苏持续, 未来可期。随着疫情解除, 以及房地产支持政策加码, 国内电解铝需求缓慢复苏, 下游铝加工开工率从1月底的56.1%, 回升至3月底的64.2%, 开工率持续上升, 其中型材、电线电缆和板带箔开工率回升比较明显。随着保交付以及销售回暖, 房地产竣工端将继续受益, 而汽车和光伏市场逐月向好, 电解铝需求春意盎然。

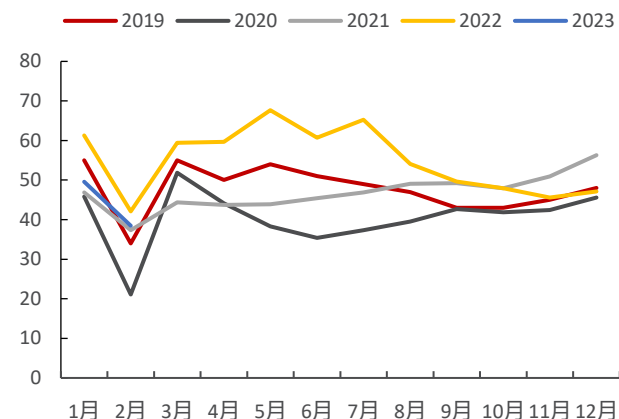
海外经济衰退影响出口, 但铝材出口较难进一步恶化。美联储加息下, 海外经济衰退迹象渐现, 市场对铝材出口较为担忧。2022年上半年, 能源套利导致铝材出口大幅上行, 但随着内外价差收敛, 下半年铝材出口大幅下降, 已回落至同期低位, 而海外电解铝供应难增, 下游又将面临补库, 国内铝材出口下方空间有限, 后续或以稳为主。

图25: 铝加工行业平均开工率



资料来源: SMM, 民生证券研究院测算

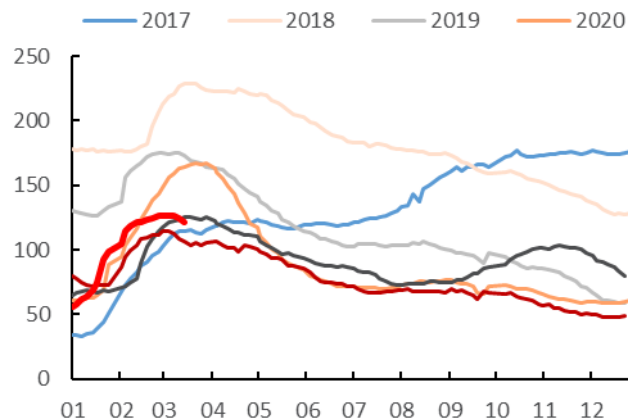
图26: 我国未锻轧铝及铝材出口量 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

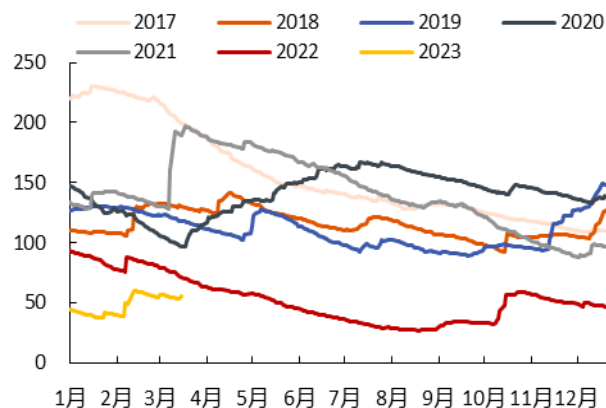
国内铝锭去库开始, LME 铝库存保持低位。由于国内供应保持低位, 而需求逐步复苏, 电解铝进入去库周期, 库存拐点已现, 随着旺季来临, 电解铝基本面最差时期已经度过, 未来将延续去库状态, 基本面向好。海外供需双弱, LME 铝库存或将保持低位, 由于欧美对俄罗斯铝产品的制裁, 导致贸易商将铝产品抛至盘面, 隐形库存显性化, 隐形库存量已经处于低位, 低库存支撑海外电解铝基本面。

图27: 国内电解铝社会库存 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

图28: LME 铝库存 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

行业利润处于低位, 未来原料价格下行, 板块业绩弹性大。由于能源价格高企, 国内电解铝冶炼利润较差, 随着动力煤和预焙阳极价格下行, 电解铝行业盈利有所恢复, 但仍处于偏低水平, 截至 2023 年 3 月 13 日, 根据我们测算, 山东地区自备电的电解铝企业吨铝税后亏损 258 元/吨。未来随着铝土矿以及石油焦供应恢复, 未来氧化铝和预焙阳极将逐步下行, 电解铝成本继续让利, 低利润水平下, 未来板块业绩弹性大。

图29: 截至 2023 年 3 月 13 日, 电解铝吨铝税后盈亏损 258 元/吨



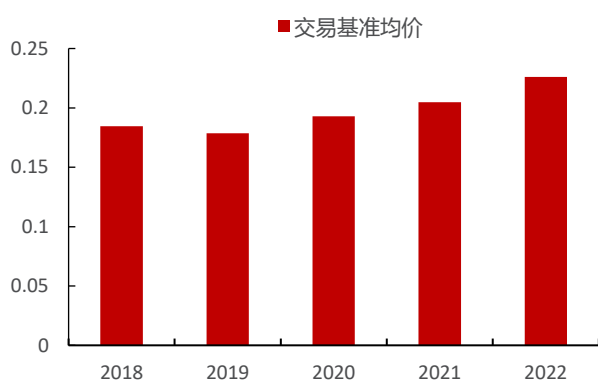
资料来源: wind, 民生证券研究院

5 业绩弹性大, 绿电铝凸显长期价值

5.1 成本相对稳定, 业绩弹性大

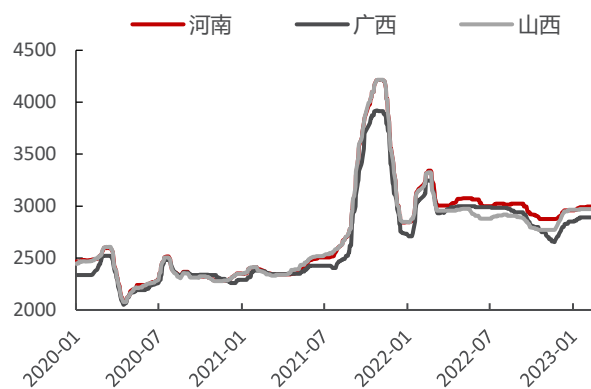
电力成本稳定, 氧化铝价格具有优势。虽然云南电价季节性变动较大, 但全年来看, 电价表现平稳, 不受煤价影响, 受云南电力需求增加影响, 交易电价有所上升, 但仍比较稳定, 2022 年交易电力均价 226 元/MWh, 较 2017 年上涨 47 元/MWh, 加上配网费、政府性基金等, 公司 2022 年电力均价约 400 元/MWh, 不含税价 354 元/MWh, 处于全国低位。云南临近广西, 广西铝土矿资源丰富, 开发年限短, 并且广西海岸线长, 未来进口铝土矿也较为便利, 广西氧化铝价格较河南、山西低, 并且随着河南、山西铝土矿品位的下降, 广西优势或将进一步扩大。

图30: 云南省电力交易基准价年均价 (元/KWh)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图31: 我国主要地区氧化铝价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

生产成本处于全国低位，电解铝产能大，业绩弹性高。公司电价和氧化铝价格较低，云南地区电解铝成本也处于全国低位，仅次于新疆和青海，具有一定成本优势。公司电解铝总产能 310 万吨，其中合规产能 305 万吨，电解铝权益产能约 254 万吨，考虑到枯水期限产，按照公司 2023 年产量指引测算，公司权益电解铝产量 209 万吨，规模仍然较大，随着电解铝生产成本下行及铝价上涨，公司相对较低成本以及产能规模，业绩弹性高，投资价值凸显。

图32：新疆电解铝成本处于全国最低（单位：元/吨）



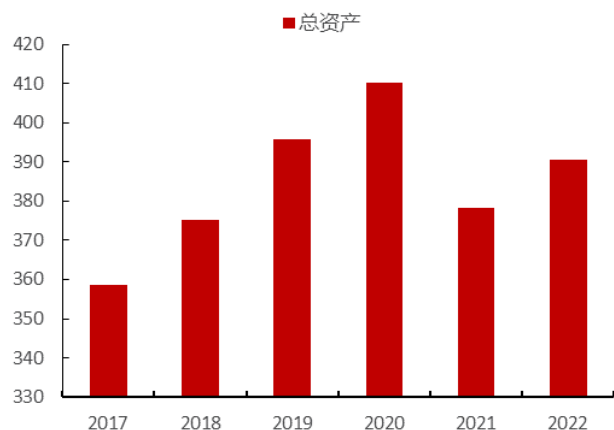
资料来源：wind，民生证券研究院

5.2 资产负债表优化，业绩充分释放

资产扩张接近尾声，盈利大幅改善优化资产负债表。2017 年 4 月，工信部确定电解铝合规产能白名单，控制电解铝产能扩张，但由于云南扶贫以及地震灾害获得一些指标，产能持续扩张，总资产上升，而盈利较弱，资产负债率保持高位。

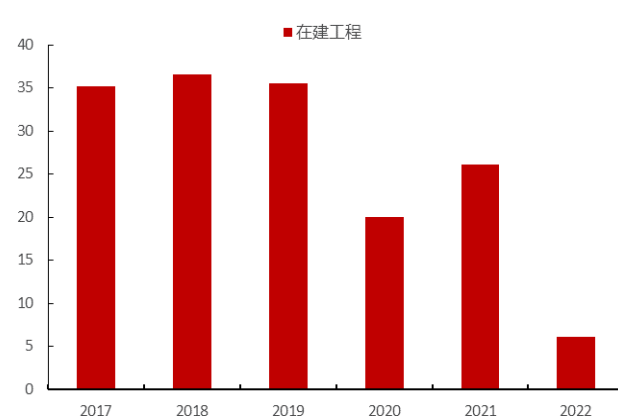
2019 年开始，电解铝产能天花板约束显现，供应开始减速，氧化铝和铝价走势背离，公司盈利持续改善，而电解铝资产扩张基本结束，在建工程资产下降明显，投资资金也大幅下降，资产负债表持续优化。**资产负债表来看**，①总资产变化：减值瘦身完成，资本性资产下降，流动性资产上升，未来总资产或将保持高位。②在建工程：产能扩产期结束，资本性开支扩张期结束，在建工程从 2019 年的 35.6 亿元下降到 2022 年的 6.13 亿。**现金流量表来看**，①经营性现金流净额变化：行业盈利持续向好，现金流改善明显，净额从 2018 年的 3.4 亿元大幅增加至 2022 年的 69.1 亿元。②投资性现金流净额：随着资产扩张结束，公司投资活动明显减弱，现金流净额从 2020 年的 52.42 亿元，下降至 2022 年的 10.33 亿元。

图33: 2017-2022 年公司总资产 (单位: 亿元)



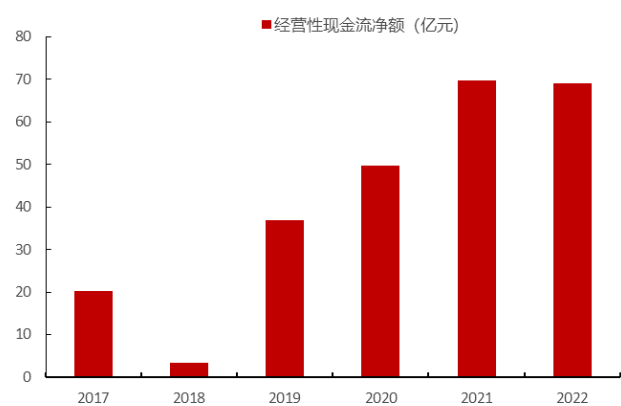
资料来源: wind, 民生证券研究院

图34: 2017-2022 年公司在建工程 (单位: 亿元)



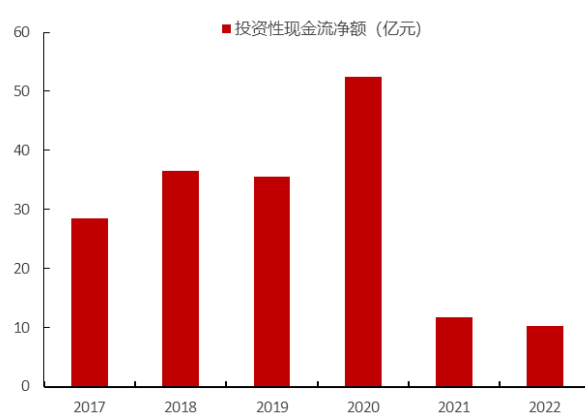
资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 2017-2022 年公司经营性现金流净额



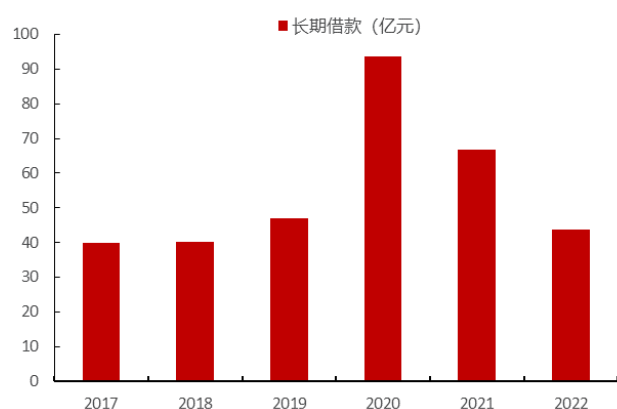
资料来源: wind, 民生证券研究院

图36: 2017-2022 年投资性现金流净额



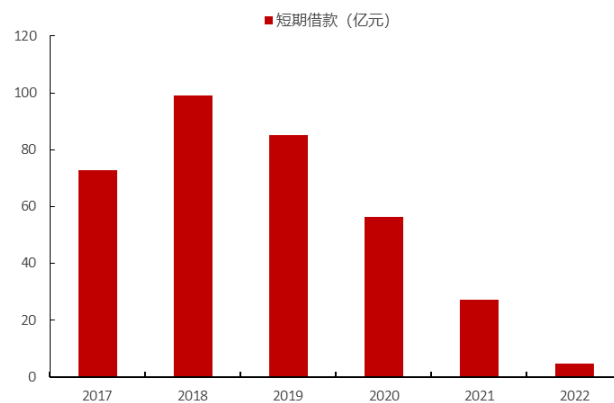
资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 2017-2022 年公司长期借款 (单位: 亿元)



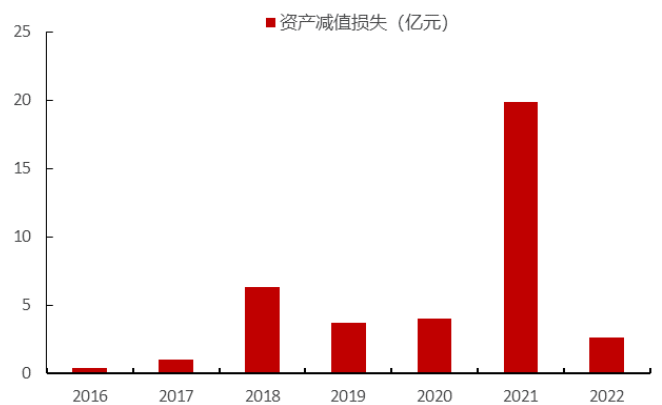
资料来源: wind, 民生证券研究院

图38: 2017-2022 年公司短期借款 (单位: 亿元)

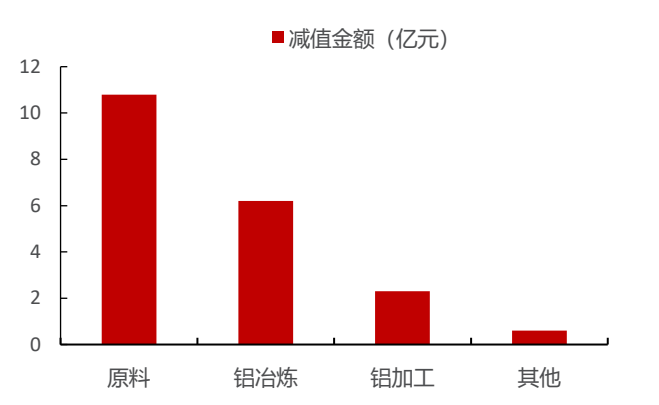


资料来源: wind, 民生证券研究院

2021 年减值计提充分，2022 年轻装上阵。公司盈利受资产减值损失影响较大，2019-2021 年，公司均计提资产减值，其中，2021 年计提金额达 19.8 亿元，影响归母净利润 14.1 亿元，分项来看，公司计提减值主要在氧化铝、铝土矿、碳素等原料及配套设备领域，电解铝资产计提减值也达 6.2 亿元，资产减值较为充分。2022 年减值金额 2.5 亿元，减值大幅下降，证明了减值计提的充分性，也将明显改善市场对公司的业绩预期。

图39：2016-2022 年公司资产减值损失 (单位：亿元)


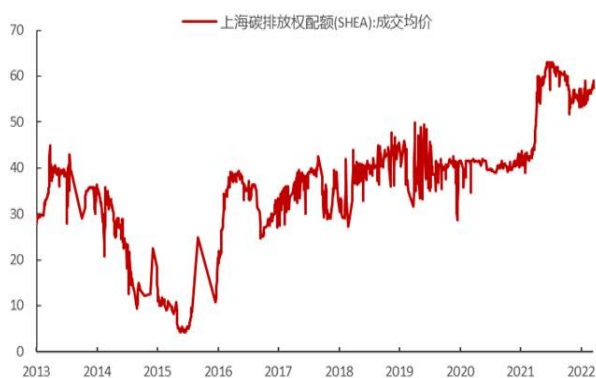
资料来源：wind，民生证券研究院

图40：2021 年资产减值分类 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

5.3 “双碳”趋势下，绿色铝价值凸显

国内碳交易方兴未艾，碳价上行趋势确立。国内碳交易参考欧洲市场，政府确定配额总量，由市场交易形成碳价。2011 年试点以来，国内碳价基本在 30-50 元/吨区间波动。随着国内“双碳”目标确立，2021 年全国性碳交易开启，碳价快速上行。受“双碳”政策目标影响，参照欧洲碳价走势，未来国内碳价上行空间较大。目前国内碳价在 60 元/吨附近波动，折算成电解铝成本，绿色铝节约成本 656 元/吨，若按照欧洲碳交易价，绿色铝可节约成本 6768 元/吨，绿色铝内含价值前景广阔。

图41：上海碳排放交易价格 (单位：元/吨)


资料来源：wind，民生证券研究院

图42：欧洲碳交易价格 (单位：元/吨)


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

电解铝行业β显现，公司成本稳定，电解铝权益产能大，业绩弹性高，而绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司2023-2025年将实现归母净利53.11亿元、67.99亿元和92.10亿元，EPS分别为1.53元、1.96元和2.66元，对应3月24日收盘价的PE分别为9、7和5倍，维持“推荐”评级。

7 风险提示

1) **电解铝下游需求不及预期。**公司业绩受铝价影响较大，电解铝需求走弱的话，导致价格下降，将对公司盈利产生影响。

2) **云南限产超预期。**云南枯水期电力供应不足，加上高耗能行业扩张较为明显，枯水期缺电问题突出，公司限产比例可能超预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	48463	47129	50243	54484
营业成本	41222	38937	39979	41144
营业税金及附加	362	373	390	423
销售费用	71	66	70	76
管理费用	640	613	702	737
研发费用	83	85	90	98
EBIT	6117	7055	9011	12005
财务费用	233	135	59	4
资产减值损失	-251	-235	-235	-235
投资收益	121	68	78	91
营业利润	5905	6884	8925	12009
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	5907	6884	8925	12009
所得税	639	708	931	1254
净利润	5268	6176	7994	10754
归属于母公司净利润	4569	5311	6799	9210
EBITDA	7936	8849	10868	13956

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3045	4443	7930	12697
应收账款及票据	960	1058	1266	1368
预付款项	120	130	127	131
存货	3918	3912	3885	4028
其他流动资产	203	330	306	320
流动资产合计	8246	9874	13512	18544
长期股权投资	489	529	565	610
固定资产	24380	23370	22643	22211
无形资产	3126	3345	3651	3958
非流动资产合计	30814	30300	30746	31606
资产合计	39059	40173	44258	50150
短期借款	470	370	320	320
应付账款及票据	5812	4160	4272	4396
其他流动负债	2765	2954	2983	2996
流动负债合计	9047	7485	7575	7712
长期借款	4377	2877	1877	1877
其他长期负债	359	359	359	359
非流动负债合计	4736	3236	2236	2236
负债合计	13783	10721	9811	9949
股本	3468	3468	3468	3468
少数股东权益	2925	3790	4986	6530
股东权益合计	25277	29452	34447	40201
负债和股东权益合计	39059	40173	44258	50150

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.08	-2.75	6.61	8.44
EBIT 增长率	-16.13	15.35	27.72	33.22
净利润增长率	37.07	16.26	28.01	35.47
盈利能力 (%)				
毛利率	14.94	17.38	20.43	24.48
净利润率	10.87	13.10	15.91	19.74
总资产收益率 ROA	11.70	13.22	15.36	18.37
净资产收益率 ROE	20.44	20.70	23.08	27.35
偿债能力				
流动比率	0.91	1.32	1.78	2.40
速动比率	0.47	0.78	1.25	1.87
现金比率	0.34	0.59	1.05	1.65
资产负债率 (%)	35.29	26.69	22.17	19.84
经营效率				
应收账款周转天数	7.23	8.00	9.00	9.00
存货周转天数	34.69	36.67	35.47	35.74
总资产周转率	1.24	1.17	1.14	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.32	1.53	1.96	2.66
每股净资产	6.45	7.40	8.50	9.71
每股经营现金流	1.99	1.89	2.89	3.67
每股股利	0.11	0.58	0.87	1.44
估值分析				
PE	10	9	7	5
PB	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.43	5.43	4.00	2.78
股息收益率 (%)	0.80	4.21	6.31	10.52

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5268	6176	7994	10754
折旧和摊销	1820	1794	1856	1951
营运资金变动	-472	-1691	-12	-127
经营活动现金流	6914	6555	10027	12715
资本开支	-964	-1432	-2408	-2892
投资	-90	-7	-36	-45
投资活动现金流	-1033	-1371	-2366	-2846
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-3535	-1600	-1050	0
筹资活动现金流	-4589	-3785	-4175	-5101
现金净流量	1297	1399	3487	4767

插图目录

图 1: 2022 年, 公司营收同比增加 16.08%.....	3
图 2: 2022 年, 公司归母净利润同比增加 37.07%	3
图 3: 2022Q4, 公司营收环比减少 14.49%	3
图 4: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 26.66%.....	3
图 5: 2022 年, 公司铝加工产品营收占比 53.1% (单位: 万元)	4
图 6: 2022 年, 公司电解铝毛利占比 53.0% (单位: 万元)	4
图 7: 2022 年, 公司主要产品产量 (单位: 万吨)	5
图 8: 2022 年, 公司电解铝吨毛利减少 1306 元.....	5
图 9: 2022 年, 公司净利率同比上升 0.76pct.....	5
图 10: 2022 年, 公司三费率同比下降 1.48pct.....	5
图 11: 2022 年, 公司资产负债率同比下降 9.4pct	6
图 12: 2022 年, 公司资产减值同比大降 17.3 亿元.....	6
图 13: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 2.93 亿元 (单位: 百万元)	6
图 14: 2022Q4, 公司归母净利润同比增加 7.18 亿元 (单位: 百万元)	6
图 15: 2022Q4, 铝价震荡运行 (单位: 元/吨)	7
图 16: 2022Q4, 云南电力成本上升 (单位: 元/千瓦时)	7
图 17: 2022Q4, 三费率环比上升 0.27pct.....	7
图 18: 2022Q4, 净利率环比下降 1.85pct.....	7
图 19: 英国天然气价格 (单位: 美元/百万英热单位)	8
图 20: 欧洲电解铝冶炼利润 (以天然气为原料测算, 单位: 美元/吨)	8
图 21: 国内电解铝月度产能及利用率 (单位: 万吨)	9
图 22: 国内水电月度发电量 (单位: 亿 KWh)	9
图 23: 国内电解铝产能及利用率 (单位: 万吨)	9
图 24: 国内电解铝日均产量 (单位: 万吨)	9
图 25: 铝加工行业平均开工率.....	10
图 26: 我国未锻轧铝及铝材出口量 (单位: 万吨)	10
图 27: 国内电解铝社会库存 (单位: 万吨)	10
图 28: LME 铝库存 (单位: 万吨)	10
图 29: 截至 2023 年 3 月 13 日, 电解铝吨铝税后盈亏损 258 元/吨.....	11
图 30: 云南省电力交易基准价均价 (元/KWh)	11
图 31: 我国主要地区氧化铝价格 (元/吨)	11
图 32: 新疆电解铝成本处于全国最低 (单位: 元/吨)	12
图 33: 2017-2022 年公司总资产 (单位: 亿元)	13
图 34: 2017-2022 年公司在建工程 (单位: 亿元)	13
图 35: 2017-2022 年公司经营性现金流净额.....	13
图 36: 2017-2022 年投资性现金流净额.....	13
图 37: 2017-2022 年公司长期借款 (单位: 亿元)	13
图 38: 2017-2022 年公司短期借款 (单位: 亿元)	13
图 39: 2016-2022 年公司资产减值损失 (单位: 亿元)	14
图 40: 2021 年资产减值分类 (单位: 亿元)	14
图 41: 上海碳排放交易价格 (单位: 元/吨)	14
图 42: 欧洲碳交易价格 (单位: 元/吨)	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总.....	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026